



# 量利齐升，业绩与长期发展拐点接踵而至

中信证券研究部

2014年11月20日

<b>施亮</b>	<b>刘洋</b>	<b>盛夏</b>	<b>联系人: 吴尚阳</b>
电话: 010-60838274	电话: 010-60838897	电话: 010-60838155	电话: 010-60836735
邮件: liangshi@citics.com	邮件: lyocean@citics.com	邮件: xsheng@citics.com	邮件: wushangyang@citics.com
执业证书编号: S1010510120044 执业证书编号: S1010512080007 执业证书编号: S1010514060004			

**投资评级**

**买入 (维持)**

当前价: 14.80 元  
目标价: 20.00 元

**事项:**

近期养殖板块整体表现出色，我们对圣农发展进行了跟踪研究。主要观点如下：

**评论:**

**预计全年祖代引种 115 万套，15 年或再降 5-10%**

随着白羽肉鸡联盟以配额形式总量控制祖代鸡引种规模的逐步落实，以及企业受制于资金压力自发性调整引种量、提前淘汰在产祖代鸡，整个肉鸡产业链周期反转向上的趋势已经明确。但是市场对于肉鸡产业链反转的弹性和持续性仍然有较大的分歧。

投资者主要的担忧来自于联盟配额的实际执行情况以及可持续性。我们认为虽然联盟的组织结构较为松散，但由于进口数据相对透明，进口源头相对单一，联盟寡头之间的相互监督和相互约束力度反而较大；更重要的是 2009 年以来无序的引种扩张导致行业供给急剧放大，引发 2012-2013 年的巨亏，也已经让联盟寡头意识到协作的重要性。

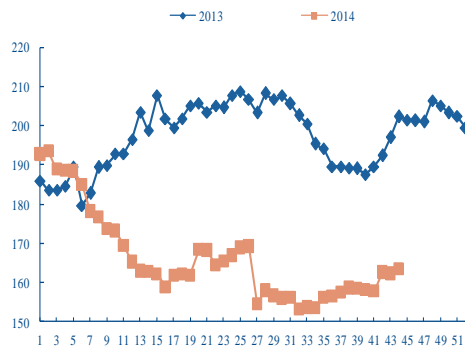
从协会的统计数据来看，实际执行情况较为理想，截止 10 月份，祖代鸡累计引种量在 90 万套左右，跟去年上半年引种量差不多，联盟企业引种量全部在配额以内。尽管联盟对圣农没有配额约束，圣农此前计划引种 10 万套，但实际引种也仅在 7.2 万套。同时由于父母代鸡苗价格持续处于成本线以下，部分中型祖代鸡企业资金压力仍然较大，实际引种量大幅低于此前给定的配额。我们预计 2014 年全年引种量将不超过 115 万套(包括圣农、泰森)，同比下降 25%，将超出市场预期。

同时，我们也了解到，为了调整行业引种节奏，实现总量调配，联盟很可能作为一个常设性自律组织，在未来几年继续约束成员企业引种量，2015 年引种配额有望继续下降 5-10%。

受引种下降和在产祖代鸡淘汰两方面影响，当前在产+后备祖代鸡存栏已经下降至 163 万套左右，较 2013 年高点降幅达到 20%。我们预期随着后期祖代鸡引种持续下滑，在产+后备祖代鸡存栏有望继续下降，并在 15 年传导至商品代肉鸡，推动鸡肉价格大幅上行。根据生长周期测算，我们预计本轮周期牛市将至少持续到 2015 年年底，如果 2015 年联盟配额继续落实，那么周期上行期将会被继续拉长。

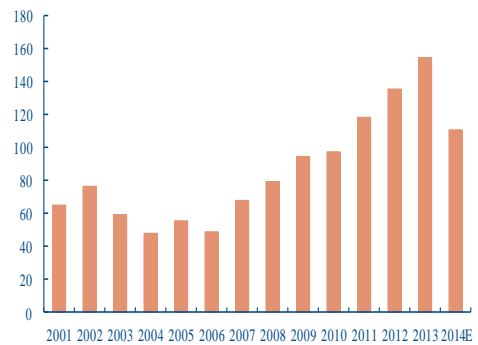
短期来看，受父母代淘汰反复和玉米等原料价格下跌影响，鸡苗、鸡肉价格自四季度以来，止涨回跌。目前鸡苗已经跌至 1.5-1.6 元/羽，圣农鸡肉均价环比下跌 4-5%至 11000 元/吨。但随着父母代鸡苗高峰逐步过去（13 年祖代引种高峰的滞后影响），父母代存栏将跟随祖代持续下降，价格有望重新回归上涨通道，且猪价在 11 月开始再次启动上涨也将带动肉鸡价格上行。单羽盈利方面，原料价格下行基本抵消了公司鸡肉价格下跌影响，当前公司毛利率环比维持稳定。

图 1：在产+后备祖代鸡存栏走势（万套）



资料来源：中国畜牧协会，中信证券研究部

图 2：历年祖代鸡引种量（万套）



资料来源：中国畜牧协会，中信证券研究部预测

### 渠道结构继续优化，产品溢价加速体现

数次行业性食品安全事件，均对公司均产生了正面影响。公司优质可控鸡肉产品在快餐等渠道的占比继续提升并实现对麦当劳的直供。目前公司鸡肉占肯德基中国的采购量比例已经达到 40%，占麦当劳采购量 60-70%。四季度新订协议价在三季度基础上也继续提升。

同时，KKR 入股后，在可预见的未来，我们认为公司将在渠道优化和鸡肉全球化配置中获得新的突破，为公司中长期发展打开更广阔的空间。渠道优化方面，预计 KKR 资源结合公司的产品和既有渠道优势，将进一步强化公司与快餐渠道的关系，甚至突破外资供应商约束，进入快餐巨头全球性采购体系。

鸡肉全球化资源配置方面，由于国内外对于不同品种有不同的消费偏好，导致内外价格差别十分巨大，如鸡胸肉国内售价仅在 1 万多元/吨，但经过简单的加工后，在美国售价就高达 5 万元/吨，鸡屁股等在国内售价仅为 3000 元/吨，而在日本，经过简单加工后，售价将达到 30000 元/吨。一旦公司鸡肉在全球化配置获得有力的渠道支撑，公司的产品溢价将加速体现，单羽利润有望上一个台阶。

### 未来三年公司屠宰量继续保持高增长

公司前期规划预计到 2020 年实现 10 亿只产能。其中光泽县、浦城县产能各约 2.5 亿只；松溪、政和县约 2.5 亿只；周宁、寿宁县约 2.5 亿只，也即未来将在光泽县外再造三个圣农。

目前蒲城项目第一期首个 6000 万只项目已经投完全达产，2014 年有望贡献屠宰量 3000-4000 万只，2015 年全部达产；蒲城一期第二个 6000 万只项目正在建设中，预计明年投产，当年贡献屠宰量 3000 万只；政和项目第一期 14 年年底投产，预计当年贡献 3000 万只屠宰量。综合预计 2015 年公司肉鸡屠宰量将达到 3.5-3.6 亿只。根据公司产能规划，2016 年将达到 4.4-4.5 亿羽。

表 1：公司 2020 年产能展望

地址	预计产能	达产情况（2014 年）	面积	交通情况
光泽县	2.5 亿只	全部达产	约 2200 平方公里	距离码头约 420 公里
浦城县	2.5 亿只	首期 1.2 亿中首个 6000 万只投产	约 3100 平方公里	距离码头约 250 公里
松溪、政和县	2.5 亿只	首期 6000 万只中 3000 万只投产	约 2700 平方公里	距离码头约 160 公里
周宁、寿宁县	2.5 亿只		约 3000 平方公里	距离码头近

资料来源：公司公告，中信证券研究部

2007年-2013年，公司屠宰量从3532万只增加至接近2.1亿只，复合增速达到33%。随着行情好转，KKR增发资金到位，蒲城项目建设重启，松溪、政和、周宁、寿宁等地项目将陆续投入建设，公司将迈入新一轮产能高速增长期。

### 效率提升推动成本下行

由于鸡肉市场是充分竞争的市场，单个企业很难拥有定价权。因此，控制成本是提升盈利和保持竞争力的重要途径。我们认为公司的产能扩张并不能单纯地被理解为圣农的再造，也即是说圣农扩产不仅仅是不断融资摊薄放量的过程。

公司IPO募投项目与上市前项目、增发项目与IPO项目以及蒲城项目与增发项目等，由于设备厂房优化程度、产业链延伸以及管理和技术水平进步等，所产鸡只均存在相当幅度的成本差异。根据最新投产蒲城项目情况，单只鸡成本至少要低于此前IPO项目0.3-0.5元。

表 2：公司正在进行的降低成本的途径

成本降低计划	具体作用	估计单只节省成本	备注
直接进口祖代鸡	1、原来在国内采购父母代鸡，现在自己养殖祖代鸡，降低父母代鸡的成本。2、通过自己繁育种鸡，提高商品鸡成活率和饲料转化率	商品鸡的养殖成本每只节省0.2元	可能部分销售祖代鸡
合资成立海圣饲料	将解决下脚料的问题。包括鸡肠子、正常死亡的鸡只、下脚料、鸡毛。原来公司下脚料基本通过批发商渠道销售，该类大小客户超过30家，采取随行就市每周竞价的定价方式	每天节约50万元，按照80万羽的屠宰量计算，则一只鸡节约成本0.6元。	正常死亡鸡只占比5%左右 公司与海大饲料各持有海圣饲料50%股权。
建设5万吨级泊位	利于降低公司原料和产品的运输成本。铁路运输东北玉米需要运费300元/吨。从东北运输到码头、再到光泽县，共需费用110元/吨	折合每只鸡饲料成本节省0.4-0.5元。	
升级技术设备改进	降低单位人工成本		

资料来源：公司公告，中信证券研究部

KKR作为战略投资者加入也将帮助圣农在管理、技术方面逐步向世界水平靠拢，并促进原料采购的来源更加广泛化，比如进口美国玉米等。尽管公司的养殖技术和设备等处于国内领先地位，但就单只成本而言，依然有较大的改善空间。成本中枢性下行将改变公司单羽利润中枢在3元/羽的固有观念。

### 风险提示：

原料价格波动风险、鸡肉价格波动风险、疫病风险、政策审批风险。

### 投资建议：

我们认为随着祖代引种量低于市场预期以及白羽联盟15年继续限量，禽产业链周期上行的弹性和时间或将超出市场预期，未来1-2年内畜禽产业链盈利和估值将面临双升。预计公司肉鸡屠宰量14-16年将达到2.7、3.5、4.5亿羽，未来三年继续保持30%以上高增长，将充分受益于行业景气上行周期。

KKR作为战略投资者加入，将为公司运营效率提升、渠道和资源整合提供强有力支撑，同时KKR在资本和产业界强大的关系和禀赋，也能为圣农发展对外合资、合作甚至是跨国合作提供新的通路，为公司中长期发展打开空间。公司作为国内乃至国际领先的鸡肉产品综合提供商的发展路径日渐清晰。

我们上调公司15年盈利预测，预计2014-16年EPS分别为0.23/1.49/1.26元（15年原预测为1.04元），继续维持公司“买入”评级，给予目标价20元。

利润表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4099	4708	6176	8892	10848
营业成本	3906	4607	5541	6866	8926
毛利率	4.7%	2.2%	10.3%	22.8%	17.7%
营业税金及附加	3	1	3	4	4
销售费用	52	65	86	124	155
销售费用率	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	78	85	111	169	230
管理费用率	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	2.1%
财务费用	90	178	218	301	358
财务费用率	2.2%	3.8%	3.5%	3.4%	3.3%
投资收益	(0)	1	0	0	0
营业利润	(34)	(290)	193	1451	1175
营业利润率	-0.8%	-6.2%	3.1%	16.3%	10.8%
营业外收入	8	33	49	30	58
营业外支出	4	4	4	4	6
利润总额	(31)	(261)	238	1477	1227
所得税	4	1	0	22	18
所得税率	-11.5%	-0.2%	0.0%	1.5%	1.5%
少数股东损益	(37)	(42)	24	102	60
归属于母公司股东的净利润	3	(220)	214	1353	1148
净利率	0.1%	-4.7%	3.5%	15.2%	10.6%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	-31	-261	238	1477	1227
所得税支出	-4	-1	0	-22	-18
折旧和摊销	309	380	185	214	277
营运资金变动	18	-347	-358	-127	-313
其他	106	250	242	277	358
经营现金流	398	22	307	1819	1531
资本支出	-1490	-1722	-2472	-1154	-2705
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	53	-23	-4	0	0
投资现金流	-1437	-1744	-2476	-1154	-2705
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	1795	1264	2323	-59	2147
股息支出	0	0	0	-32	-203
其他	-302	-1	-218	-301	-358
融资现金流	1493	1263	2105	-393	1586
现金及现金等价物净增加额	454	-459	-63	272	413

资产负债表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1151	681	618	889	1302
存货	726	968	1172	1400	1874
应收账款	152	230	306	401	519
其他流动资产	242	105	270	330	375
流动资产	2270	1984	2365	3021	4070
固定资产	3695	4672	6852	7698	10043
长期股权投资	12	13	13	13	13
无形资产	68	152	152	152	152
其他长期资产	584	1379	1491	1586	1667
非流动资产	4359	6217	8508	9448	11875
资产总计	6629	8201	10872	12469	15945
短期借款	1190	2427	4751	4692	6839
应付账款	270	620	746	924	1202
其他流动负债	966	1075	1060	1115	1161
流动负债	2426	4123	6556	6730	9202
长期负债	30	0	0	0	0
其他长期负债	700	700	700	700	700
非流动性负债	730	700	700	700	700
负债合计	3156	4823	7256	7430	9901
股本	911	911	911	911	911
资本公积	1719	1719	1719	1719	1719
股东权益合计	3473	3378	3616	5039	6044
少数股东权益	150	274	298	400	460
负债股东权益总计	6629	8201	10872	12469	15945

主要财务指标

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	31.8%	14.9%	31.2%	44.0%	22.0%
营业利润	-107.2%	742.0%	-166.4%	652.9%	-19.0%
净利润	-99.4%	-8441.6%	-197.5%	531.4%	-15.2%
利润率 (%)					
毛利率	4.7%	2.2%	10.3%	22.8%	17.7%
EBITMargin	2.3%	-0.9%	7.0%	18.9%	14.1%
EBITDAMargin	2.3%	-0.9%	10.0%	21.3%	16.6%
净利率	0.1%	-4.7%	3.5%	15.2%	10.6%
回报率 (%)					
净资产收益率	0.1%	-6.5%	5.9%	26.8%	19.0%
总资产收益率	-0.5%	-3.2%	2.2%	11.7%	7.6%
其他 (%)					
资产负债率	47.6%	58.8%	66.7%	59.6%	62.1%
所得税率	-11.5%	-0.2%	0.0%	1.5%	1.5%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance\_hk@clsa.com。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。